

# 글로벌테크 (비중확대/유지)

## 칩 파이낸싱: GPU, 투자 자산이 되다

김영건

younggun.kim.a@miraeasset.com

김수민

sumin.kim.b@miraeasset.com



## CONTENTS

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>Executive Summary</b>                    | <b>3</b>  |
| 칩(Chip)담대의 등장                               | 3         |
| (Q) 개별 재무제표 제약을 풀고, 설비 투자 한도를 넓힌다           | 3         |
| (P) 전액 자기자본 대비 프로젝트 조달비용을 낮추다               | 3         |
| NVDA, 고객 투자 여력 확대와 풀스택 매출 성장의 선순환           | 3         |
| <b>I. AI Capex와 재무제표의 한계</b>                | <b>4</b>  |
| 엔비디아, \$500B 규모의 AI 컴퓨팅 인프라 금융 플랫폼 제안       | 4         |
| 하이퍼스케일러조차 감당하기 어려워진 Capex, 소규모 기업은 더 어려운 상황 | 4         |
| 담보는 건물에서 칩으로 내려오고 있다                        | 5         |
| <b>II. 칩 파이낸싱의 구조와 거래 현황</b>                | <b>7</b>  |
| GPU 담보 금융의 두 가지 구조                          | 7         |
| 현재까지 공개된 칩 담보 딜: 소수의 대형 거래 중심에서 반복 가능한 구조로  | 10        |
| <b>III. 조달 여력은 얼마나 확대되는가</b>                | <b>12</b> |
| (Q) 같은 출자금으로 더 많은 설비를 배치                    | 12        |
| (P) 전액 자기자본 대비 프로젝트의 조달비용 하락                | 14        |
| 스프레드 확대가 조달비용 우위를 잠식할 수준은 아니다               | 16        |
| <b>IV. 리스크와 성숙 시장으로 가는 조건</b>               | <b>17</b> |
| 리스크 1. 소수 고객&벤더 집중 위험                       | 17        |
| 리스크 2. GPU의 잔존가치                            | 17        |
| <b>V. 엔비디아, 구조의 설계자이자 수혜자</b>               | <b>19</b> |
| 엔비디아 GPU 확장의 핵심 유통망, 네오클라우드의 조달 제약을 풀다      | 19        |
| \$500B가 함의하는 수요                             | 19        |
| 금융 구조보다는 결국 잔존가치의 신뢰도가 경쟁의 핵심 변수            | 19        |
| <b>Global Company Analysis</b>              | <b>20</b> |
| 엔비디아                                        | 21        |

## Executive Summary

### 칩(Chip)담대의 등장

2026년 8월 엔비디아는 아폴로, 블랙록, 블랙스톤, 브룩필드, 골드만삭스, KKR 등 6개 대형 금융기관과 함께 최대 \$500B 규모의 컴퓨트 금융 플랫폼 구축 MOU를 체결했다. 브로드컴 역시 아폴로, 블랙스톤과 \$35B 규모의 엔트로픽향 칩 리스 SPV를 설계했다. 글로벌 최대 AI 반도체 기업들이 잇따라 칩을 담보로 하는 금융 구조를 들고 나온 이유는 분명하다. 하이퍼스케일러조차 영업현금흐름으로 Capex를 감당하기 어려워지면서, 병목이 칩 공급에서 자금조달로 이어지고 있기 때문이다. 켄슨 황은 “엔비디아 컴퓨트는 그 자체로 투자 가능한 자산(investable asset)”이라고 강조하며 칩을 담보, 리스, 유동화할 수 있는 독립적인 자산군으로 규정한다.

### (Q) 개별 재무제표 제약을 풀고, 설비 투자 한도를 넓힌다

칩 파이낸싱은 GPU와 장기 고객계약을 묶어 미래의 컴퓨트 사용료를 현재의 설비 구매자금으로 전환한다. 우량 고객의 장기계약과 칩 벤더들의 신용보강을 바탕으로 구조화시킨 자산은 투자 한도가 사업자의 보유현금 및 자체 차입능력에서 은행, 보험사, 연기금, 사모신용을 포함한 자본시장 전체의 위험수용 능력으로 확대된다.

### (P) 전액 자기자본 대비 프로젝트 조달비용을 낮춘다

트랜치별로 상환 순위와 손실 부담을 나누면 위험 선호가 서로 다른 투자자를 한 구조 안에 끌어들이 수 있다. 손실 보호를 받는 선순위 트랜치에는 은행·보험사·연기금·사모신용처럼 자기자본보다 요구수익률이 낮은 자금이 들어오고, 그만큼 프로젝트 전체의 가중평균 조달비용이 내려간다. Broadcom-Anthropic SPV 사례에 적용하면 칩 파이낸싱 구조의 조달비용은 전액 자기자본 대비 약 750bp 낮아지고, 같은 투자의 연간 자본회수 부담은 17.5% 줄어든 것으로 추정된다. 조달 구조 변경에 따른 경제성 개선 효과가 최근 AI 관련 채권의 스프레드 확대폭을 크게 웃돈다는 점에서, 금리 상승기 AI 투자를 둘러싼 시장의 우려를 일부 덜어줄 수 있다.

### NVDA, 고객 투자 여력 확대와 풀스택 매출 성장의 선순환

동사에 대해 '매수'의 투자 의견을 유지하며, 목표주가를 \$282(기존 \$265)로 6.4% 상향한다. 풀스택 제품 라인업 강화로 단위 설비당 매출이 높아지고, 금융 플랫폼 확대로 고객의 조달 제약이 완화되는 등 안팎으로 좋은 분위기가 지속되고 있다. \$500B 플랫폼은 제3자 자본을 엔비디아 고객의 인프라 투자로 연결할 것이며, 특히 자체 자금력이 약한 네오클라우드와 AI 랩의 구매 여력을 넓힌다는 점에서 의미가 크다. FY2Q27 AI Cloud & Enterprise향 매출은 \$40B(QoQ +172%)로, 하이퍼스케일향 매출 \$49B(QoQ +18%)보다 더 빠른 증가세를 보이고 있다. 또한 Vera Rubin을 중심으로 CPU·네트워킹·스토리지 등을 함께 공급하는 풀스택 전략에 따라 GW당 매출 기회는 Hopper의 \$18B에서 \$40B로 확대된다. Vera Rubin의 역대 가장 빠른 침투 속 FY28도 70%대 매출 성장과 매출총이익률 73%대 회복을 전망한다.

## I. AI Capex 와 재무제표의 한계

### 엔비디아, \$500B 규모의 AI 컴퓨팅 인프라 금융 플랫폼 제안

2026년 8월 엔비디아는 아폴로·블랙록·블랙스톤·브룩필드·골드만삭스·KKR 6개 금융사들과 컴퓨트 금융 플랫폼 설립을 위한 MOU를 체결했다고 발표했다. 최대 5,000억 달러 규모의 제3자 자본을 유치해 엔비디아 고객들의 컴퓨팅 인프라 구축을 지원하는 것을 목표로 한다. 기관투자자의 자금을 통해 AI 연구소, 네오클라우드, 국가 주도의 AI 사업자 등에게 엔비디아 하드웨어를 기반으로 한 데이터센터 건설자금이나 장비 금융을 제공하는 구조다.

엔비디아 입장에서는 외부자본을 활용하므로 직접 대출이나 지분투자에 따른 재무 부담과 순환금융 비판도 줄일 수 있다. 동시에 GPU와 CUDA 생태계를 확산해 ASIC과의 칩 점유율 경쟁에서도 우위를 유지할 수 있다. 하이퍼스케일러 고객(+101% yoy)보다 더 빠르게 성장하고 있는 ACIE 고객(+138% yoy)은 ASIC 자체 설계가 어려운 시장이기 때문에, 엔비디아의 풀스택 솔루션을 필요로 하며, 엔비디아의 높은 신용을 바탕으로 고객의 자금조달을 지원해 잠재적인 수요를 실질 매출로 극대화시키기 좋기 때문이기도 하다.

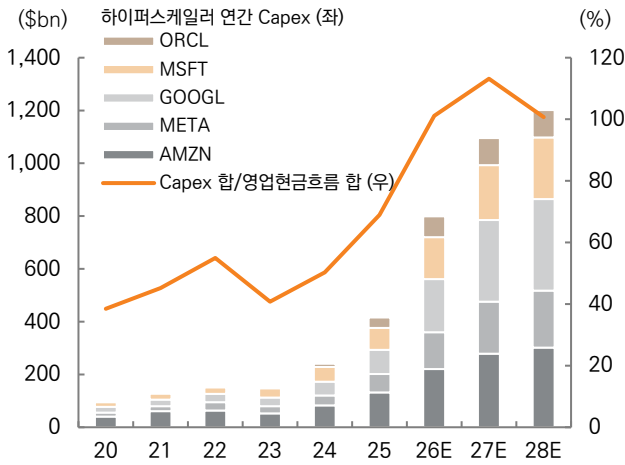
### 하이퍼스케일러조차 감당하기 어려워진 Capex, 소규모 기업은 더 어려운 상황

엔비디아가 이러한 금융구조를 제시한 이유의 배경에는 감당하기 어려워진 AI Capex의 규모가 있다. AI 컴퓨트 사업은 매출이 생기기 전에 GPU를 주문하고, 전력과 네트워크를 확보하고, 설치와 검수를 끝내야 한다. 반면 고객은 서비스가 시작된 뒤 여러 해에 걸쳐 대금을 지급한다. 장비 주문 시점에 현금이 나가고 계약대금은 뒤늦게 들어오기 때문에, 성장률이 높을수록 오히려 자금 부족이 커진다.

이 문제는 사업자의 체급을 가리지 않는다. 막대한 현금을 창출하는 Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta조차 Capex 가이드의 지속 상향에 따라, 내부 영업현금흐름만으로는 감당하기 어려운 상황이다.

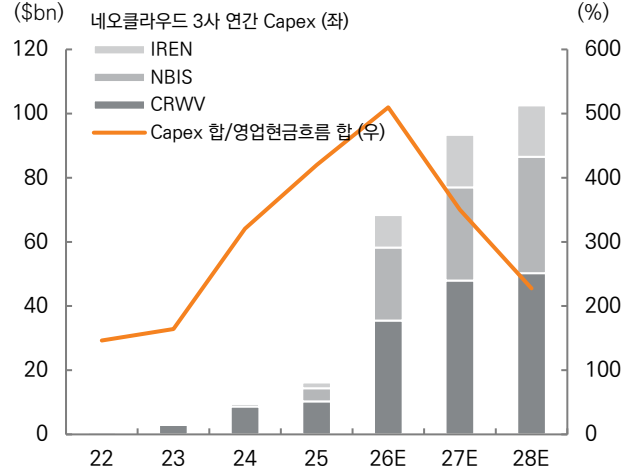
하이퍼스케일러들을 고객으로 둔 네오클라우드의 상황은 더 심각하다. 하이퍼스케일러들은 자체 데이터센터 구축만으로 필요한 컴퓨트 용량을 충족하기 어려워지면서 CoreWeave, IREN, Nebius 등과 같은 네오클라우드와 장기리스 및 구매 계약을 확대하고 있다. 문제는 매출이 발생하는 시점과 설비투자가 필요한 시점이 다르다는 점인데, 하이퍼스케일러 고객이 지급하는 대금은 계약기간에 걸쳐 순차적으로 유입되는 반면, 네오클라우드의 설비 투자는 서비스 개시 이전 먼저 진행되어야 한다. 이 선투자과 후지급 사이의 시간 차이가 네오클라우드의 펀딩갭(설비투자에서 영업현금흐름을 뺀 값)을 훨씬 크게 만들며, 이들이 절대적으로 외부자금 조달에 크게 의존할 수밖에 없는 이유이다.

그림 1. 하이퍼스케일러 합산 Capex vs. 영업현금흐름



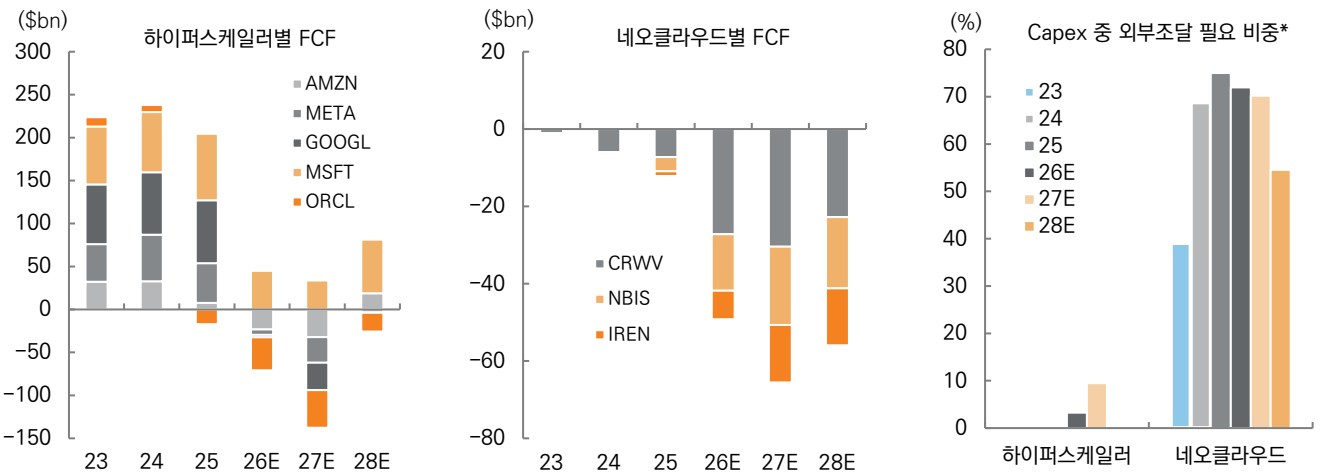
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 네오클라우드 3사 합산 Capex vs. 영업현금 흐름



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 하이퍼스케일러와 네오클라우드 3사의 FCF 추이, 네오클라우드의 외부 조달 필요 비중 더 커



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 외부조달 필요 비중 = (Capex-영업현금흐름)/Capex. 해당 연도 자본지출 중 자체 영업현금흐름으로 충당하지 못해 외부자금(차입, 회사채, 증자, 리스 등)으로 메워야 하는 비율. 영업현금흐름이 자본지출을 초과하는 경우(자체 조달 가능)는 0%로 처리.

## 담보는 건물에서 칩으로 내려오고 있다

데이터센터에서 자산금융이 먼저 발달한 영역은 건물과 전력 인프라였다. 개발사는 장기 임대계약을 바탕으로 건설대출과 프로젝트금융, 제3자 지분자본을 조달해 자체 재무여력을 넘어서는 규모의 설비를 구축했다. 준공과 입주가 완료되면 건설 지연과 임차인 확보에 대한 불확실성이 줄어들고, 실제 임대료가 들어오기 시작한다. 이렇게 현금흐름이 안정된 자산은 CMBS(부동산 담보대출)나 ABS(자산 유통화)형태로의 차환을 통해 자금을 회수할 수 있었다. 데이터센터 ABS는 2018년부터, 단일차주 CMBS는 2021년부터 활용되기 시작해 Barclays에 따르면 잔액 기준으로는 2020년 40억 달러에서 2026년 현재 610억 달러까지 늘었다.

다만 기존 데이터센터 금융의 담보는 건물과 전력·냉각설비, 그리고 이에 연결된 임대료였다. 코로케이션 사업자는 고객에게 서버를 설치할 공간과 전력, 냉각과 연결성을 제공하고 임대료와 서비스 대가를 받는다. 서버와 GPU는 임차인이 직접 구매해 설치하는 경우가 많

았기에, 데이터센터 사업자의 자산과 금융기관이 확보하는 담보에는 포함되지 않는 경우가 일반적이었다.

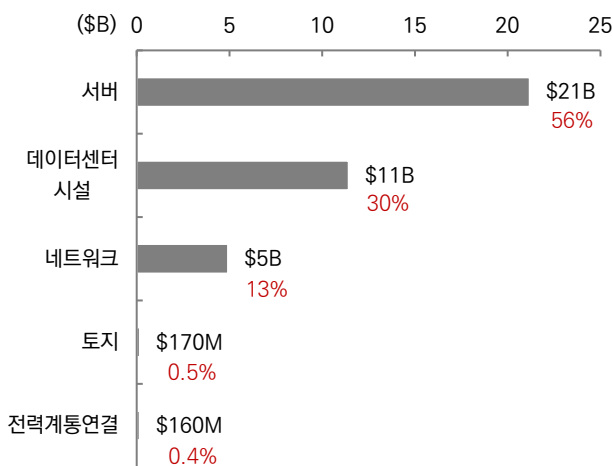
**코로케이션 vs. GPU 임대모델(네오클라우드)**  
코로케이션 임대 모델은 건물과 전력 인프라(powered shell)를 소유하고 임대료를 받지만 그 안의 서버는 소유하지 않음.

네오클라우드의 GPU 임대 모델은 GPU를 직접 소유하고 컴퓨팅 용량을 시간 단위로 파는 구조. 담보로 잡을 수 있는 자산이 갈라지는 지점이 여기서다.

그러나 AI의 등장으로 연산과 추론에 사용되는 GPU의 중요성이 올라가고, 직접 GPU를 ‘소유’하는 네오클라우드 사업모델이 등장하게 되면서 설비투자 비용의 무게중심이 이동했다. 1GW급 AI 데이터센터는 선행 자본지출 380억 달러와 연간 운영비 9억 달러가 소요되며, 자산별 내용연수로 연환산한 총소유비용은 연 85억 달러다. 이 가운데 서버가 연 50억 달러로 60%를 차지한다. 기존 데이터센터의 부동산 중심 금융만으로는 필요한 투자자금을 모두 충당하기 어려워지게 된 것이다.

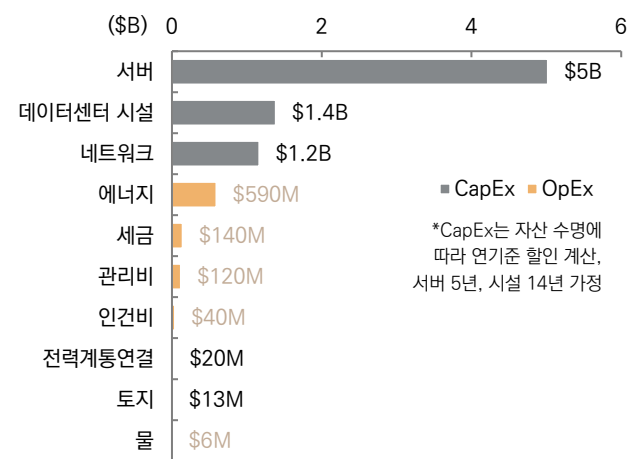
자본의 60%가 놓인 GPU 충위를 금융이 계속 비켜갈 수는 없을 것이다. 문제는 이 총위의 자산이 건물(Shell) 및 전력 설비와는 성격이 전혀 다르다는 점이다. 건물과 전력설비 등은 내용연수가 20년 안팎이고 잔존가치가 비교적 안정적이어서 장기 분할상각이 가능하다. 반면 GPU는 내용연수가 5~6년이고 기술 노후화가 빠르게 잔존가치가 불확실하다.

그림 4. 1GW 데이터센터 구축비용 및 비중 (선행 Capex 기준)



자료: Epoch AI, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 데이터센터 시설에는 건물 shell, 기계설비 및 전력설비 포함

그림 5. 연간 1GW 데이터센터 자본지출 및 운영지출



자료: Epoch AI, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 데이터센터 시설에는 건물 shell, 기계설비 및 전력설비 포함  
\*CapEx는 자산 수명에 따라 연기준 할인 계산, 서버 5년, 시설 14년 가정

표 1. 담보 자산으로서 데이터센터 건물/전력설비 vs. GPU 비교

| 항목       | 데이터센터 건물·전력설비 | GPU          |
|----------|---------------|--------------|
| 경제적 내용연수 | 약 20년         | 약 5~6년       |
| 기술 노후화   | 낮음            | 높음           |
| 잔존가치     | 비교적 안정적       | 불확실하고 빠르게 하락 |
| 원금상환     | 장기·후순위 상각 가능  | 짧고 전면부 상각 필요 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그럼에도 이 자산을 금융 가능한 상태로 만들려는 것이 엔비디아의 시도다. 젠슨 황은 “엔비디아 컴퓨트는 그 자체로 투자 가능한 자산(investable asset)이다.”라고 주장한다. 엔비디아 GPU는 최저 토큰 비용을 바탕으로 생산성이 높고, 수명이 길며, 고객 간 전환이 가능하다는 점을 근거로 담보로서 기능할 수 있다는 것이다. 완공된 건물과 장기 임대계약을 담보로 하는 부동산 금융에서 출발한 데이터센터 금융은, 점차 GPU 총위로까지 담보가 내려오면서 칩 파이낸싱이라는 새로운 영역이 열리고 있다.

## II. 칩 파이낸싱의 구조와 거래 현황

### GPU 담보 금융의 두 가지 구조

첫 번째는 사업자가 장비를 직접 보유하면서 차입하는 방식이다. 사업자 측 자회사가 GPU와 고객 계약을 보유하고, 대출로 장비 구매대금을 마련한다. CoreWeave와 IREN이 대표적이다. 두 번째는 외부 투자자가 설립한 자산 SPV가 장비를 구매해 사용자에게 임대하는 방식이다. 사용자는 장비를 한 번에 구매하는 대신 계약기간에 걸쳐 리스료를 지급하고, SPV는 이를 재원으로 투자자에게 원리금과 수익을 지급한다. Broadcom-Anthropic 거래가 이에 해당하며 차례로 비교한 내용은 다음과 같다.

표 2. 계약담보형 DDTL과 칩 리스·자산 SPV 비교

| 구분        | 계약담보형 DDTL                                     | 칩 리스 SPV                                      |
|-----------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 구조        | 사업자가 연결 자회사 형식의 SPV 설립. 계약을 담보로 대출받아 GPU 직접 소유 | 금융투자자가 외부 SPV 설립. SPV가 GPU를 구매해 사업자에게 임대하는 구조 |
| 주요 조달원    | 사업자 출자금, 부채, 고객 선수금                            | 외부 지분, 부채                                     |
| 상환재원      | 고객의 컴퓨트 사용료                                    | 사업자가 지급하는 리스료                                 |
| GPU 소유권   | 사업자 또는 사업자측 자회사 SPV                            | 외부 투자자가 설립한 자산 SPV                            |
| 계약 만료 후 칩 | 사업자에게 남아 재계약·재배치·매각 가능                         | SPV가 회수해 재임대하거나 매각                            |
| 잔존가치 위험   | 사업자 중심                                         | SPV 투자자 중심                                    |
| 주요 신용보강   | 모회사 보증 또는 벤더의 미판매 용량 매입 등                      | 벤더의 잔존가치 지원 등                                 |
| 사례        | CoreWeave DDTL, IREN                           | Broadcom-Anthropic SPV                        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### [구조 1] 계약기반 담보 DDTL (CoreWeave형)

CoreWeave 매출의 96%는 다년간의 take-or-pay 계약에서 발생한다. Microsoft, Meta, OpenAI, Anthropic 등 고객(오프테이커)은 실제 사용량과 관계없이 약정금액을 지급하기에 상대적으로 신뢰도 높은 매출이 보장되며, 계약기간은 통상 3~5년이다. 일부 계약에서는 총계약금액의 15~25%가 선수금으로 지급된다. 2026년 2분기 말 수주잔고(RPO)는 1,042억 달러로, 이 가운데 40%는 향후 24개월, 39%는 25~48개월, 나머지 21%는 48개월 이후 매출로 인식될 예정이다.

여기서 DDTL(Delayed Draw Term Loan)이라는 부채 구조가 등장하는데, 앞서 설명한 장기 컴퓨트 계약과 해당 계약을 수행하는 데 필요한 GPU·서버를 프로젝트별 SPV에 묶어 자금을 조달하는 방식이다. 차주는 CoreWeave 모회사가 아니라 자회사로 설립한 SPV이며, SPV가 대출을 받아 GPU를 구매하여 직접 보유한다. 오프테이커 고객이 지급하는 컴퓨트 사용료는 SPV별 상환재원으로 귀속되어 운영비와 대출 원리금 상환에 우선 사용된다. 즉, 미래의 컴퓨트 사용료를 현재의 GPU 구매자금으로 전환하는 프로젝트 금융에 가깝다.

DDTL의 특징은 대출한도를 먼저 약정하되, GPU 대금이 실제로 필요한 시점에 나눠 인출할 수 있다는 점이다. GPU 발주부터 대금 지급까지 시차가 있기 때문에, 납기 일정에 맞춰 필요한 금액만 인출함으로써 불필요한 이자비용을 줄일 수 있다. 다만 사용하지 않은 약정 한도에는 미사용 수수료가 부과되고, 상환한 금액을 다시 인출할 수는 없다.

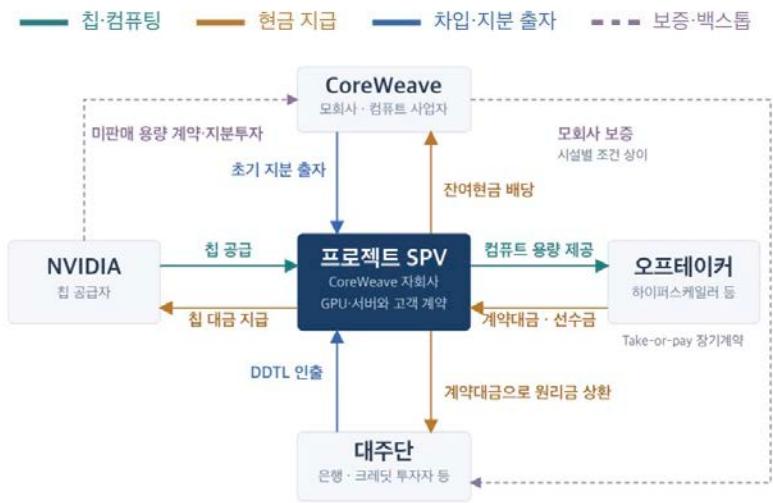
#### Take-or-pay

고객이 약정한 물량을 실제로 사용하지 않더라도 일정 금액을 지급해야 하는 장기계약 구조

#### 오프테이커(Off-taker)

데이터센터에서 생산될 컴퓨팅 용량, 서버 공간, 전력/인프라 서비스를 장기간에 걸쳐 구매하거나 임대하기로 미리 약정하는 고객

그림 6. 계약기반 담보 DDTL (CoreWeave형) 구조



자료: 미래에셋증권 리서치센터

대주는 CoreWeave의 기업신용분 아니라 다음 세 가지를 중심으로 대출조건을 결정한다.

표 3. 대주의 평가 대상

| 평가 대상    | 주요 심사항목                              |
|----------|--------------------------------------|
| 계약 현금흐름  | 오프테이커 신용도, 계약금액, 계약기간과 대출 만기와의 일치 여부 |
| GPU 담보가치 | 내용연수, 감가 속도, 계약 종료 후 잔존가치            |
| 신용보강     | 모회사 보증, 칩 공급자의 미판매 용량 계약(백스톱)        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

오프테이커의 신용도가 높을수록 더 낮은 금리로 조달할 수 있다. CoreWeave의 DDTL 1.0과 2.0은 사모대출 중심이었지만, OpenAI 계약을 기반으로 한 DDTL 3.0부터 상업은행이 참여하기 시작했다. Meta와의 계약을 기반으로 한 DDTL 4.0은 Moody's A3와 Fitch A-sf의 투자등급(IG)을 받았으며, 스프레드도 SOFR+225bp까지 낮아졌다.

반대로 대출 만기가 고객계약보다 길어지면 금융기관은 재계약 위험과 GPU 잔존가치 위험까지 부담하게 된다. DDTL 5.5는 대출 만기가 약 5년인 반면 기초 고객계약은 약 3년으로 알려져 있어, 계약 종료 이후 약 2년의 현금흐름 공백이 발생한다. 이에 따라 스프레드는 SOFR+550bp까지 확대되었으며, 자본시장이 GPU의 재계약 및 잔존가치 위험을 금리에 반영하기 시작했다는 의미로 해석할 수 있다.

표 4. CoreWeave DDTL 발행 이력

| 조달수단     | 체결·발행   | 약정액 (\$mn) | 2Q26 잔액 (\$mn) | 표면금리            | 유효금리 | 특이사항                |
|----------|---------|------------|----------------|-----------------|------|---------------------|
| DDTL 1.0 | 2023.8  | 2,300      | 1,300          | SOFR+962bp(미공시) | 15%  | 사모대출 중심             |
| DDTL 2.0 | 2024.5  | 7,500      | 3,190          | 미공시             | 11%  | 사모대출 중심             |
| DDTL 2.1 | 2025.3Q | 3,000      | 3,000          | SOFR+425bp      | 9%   |                     |
| DDTL 3.0 | 2025.7  | 2,600      | 2,215          | SOFR+400bp      | 9%   | Open AI 계약 기반, 은행참여 |
| DDTL 4.0 | 2026.3  | 8,500      | 2,837          | SOFR+225bp      | 7%   | Meta 계약 기반, 가장 유망   |
| DDTL 5.0 | 2026.5  | 3,100      | 1,101          | SOFR+450bp      | 9%   |                     |
| DDTL 5.5 | 2026.8  | 2,600      | -              | SOFR+550bp      |      | 계약기간 < 대출만기         |
| 합계       |         | 29,600     | 13,643         |                 |      |                     |

자료: CoreWeave, 미래에셋증권 리서치센터

## CoreWeave에서 IREN으로, 표준화되는 DDTL 구조

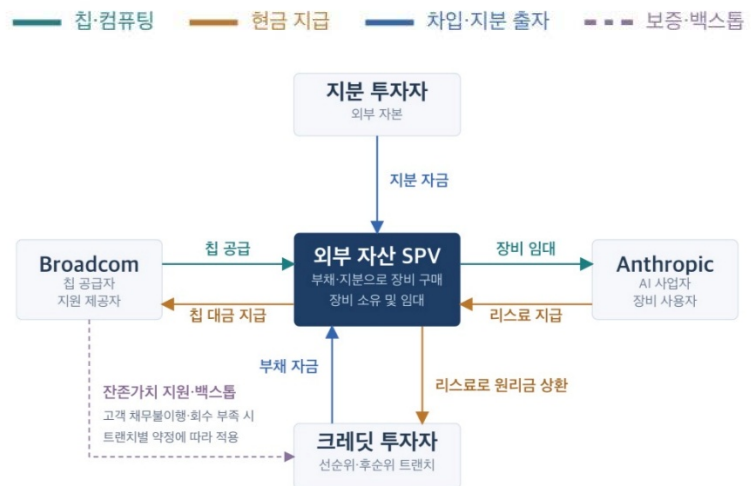
2026년 6월 종료된 IREN과 오프테이커 Microsoft 간의 딜 역시 대형 AI 고객 계약을 확보하는 단계를 넘어, 그 계약을 담보로 GPU 투자비를 조달하는 단계를 보여준다. 오프테이커는 Microsoft였는데, 자산 수명 6년짜리 GPU를 담보로 투자등급(IG) 획득과 함께 Fitch A, Morningstar DBRS A(low)를 받았다. SPV의 차입금 \$3.65bn 중 \$1.55bn을 코어위브와 같은 DDTL 방식으로, \$2.10bn을 고정금리 5.96%의 사모사채 시장에서 조달했다. 특히 대주가 생명보험사였다는 점이 특징인데, 투자등급, 고정금리, 예측 가능한 분할상환이라는 보험사의 요구를 모두 충족했다는 뜻이며, **GPU 담보 부채가 사모 크레딧에서 시작해 은행을 거쳐 보험자본에까지 도달했다는 신호다.**

CoreWeave DDTL 4.0과 IREN-Microsoft 딜은 회사, 주선사, 오프테이커도 각기 다르지만, 변동 스프레드(225bp), 고정금리 수준(5.9% 대 5.96%), 인출기한(2027년 중반), 만기(2031~32년), SPV 담보 구성이 사실상 동일하다. **점차 칩 파이낸싱의 템플릿이 표준화되고 있음을 의미한다.**

## [구조 2] 칩 리스·자산 SPV (Broadcom-Anthropic형)

2026년 6월 브로드컴은 아폴로, 블랙스톤과 함께 약 \$35bn 규모로 앤트로픽에 칩을 조달하는 칩 리스·자산 SPV 방식의 구조를 발표했다. GPU 사용 기업이 직접 자산을 구매하는 대신, 사모/헤지펀드 등 금융투자자가 설립한 외부 SPV가 GPU를 소유하고 이를 장기간 임대하는 구조다. SPV는 사업자가 지급하는 리스료를 재원으로 부채 원리금을 상환하고, 남은 현금을 후순위 투자자에게 지급한다.

그림 7. 칩 리스·자산 SPV (Broadcom-Anthropic형) 구조



자료: 미래에셋증권 리서치센터

이 구조는 DDTL과 사실상 담보물(고객 현금흐름, 칩)은 같지만, 칩의 잔존가치 위험까지 진다는 점이 가장 다른 점이다. DDTL에서는 사업자 측 SPV가 대출을 받아 GPU를 소유하므로 계약 종료 후 칩이 사업자에게 남지만, 리스 방식에서는 외부 자산 SPV가 소유권과 잔존가치 위험을 부담한다. 리스계약 기간 5년이 종료되면 칩을 회수하여 매각, 매각대금으로 투자금을 상환해야 한다.

이에 따라 벤더(칩 공급자)의 역할 또한 달라지는데, 기존 엔비디아가 코어워브 DDTL에 제공한 백스톱은 미판매 용량 구매(매출을 보증하여 사업자를 돕는 구조)방식이었다면, 브로드컴은 칩의 재매각 부족분을 개런티(칩 잔존가치 보증)하는 방식이다. 항공기 금융에서 Boeing이 하는 RV(Residual Value) 지원 역할을 칩 공급자가 시작했음을 보여주는 사례다.

Broadcom-Anthropic 거래에서는 약 345억 달러의 자금이 세 개 트랜치로 조달됐다. 엔트로픽이 지급하는 장기 리스료는 A1과 A2 원리금 상환에 먼저 사용되고, 이후 B 트랜치에 배분된다. 브로드컴은 A1과 A2에 대해 최대 290억 달러의 백스톱을 제공해 엔트로픽의 신용과 GPU 잔존가치 위험을 보강했다. 그 결과 투자자는 엔트로픽의 신용만이 아니라 브로드컴의 지원능력까지 고려해 자금을 공급할 수 있게 됐다.

표 5. 브로드컴이 잔존가치를 지원한 Anthropic 관련 칩 리스 SPV

| 트랜치 | 금액       | 쿠폰             | 잔존가치 지원 | 등급         |
|-----|----------|----------------|---------|------------|
| A1  | \$6.0bn  | UST+100bp 변동금리 | 있음      | 비공개 Mid-IG |
| A2  | \$24.0bn | 5.75% 고정금리     | 있음      | 비공개 Mid-IG |
| B   | \$4.5bn  | 8.50% 고정금리     | 없음      | 미부여        |

자료: Bloomberg, 브로드컴, 미래에셋증권 리서치센터

### 현재까지 공개된 칩 담보 딜: 소수의 대형 거래 중심에서 반복 가능한 구조로

현재까지 공식 발표와 공시상 GPU칩을 담보로 한 거래는 18건으로 확인된다. 금액이 공개된 17건의 표면 약정액을 단순 합산하면 약 \$81.1B 규모다. 이 수치는 DDTL의 증액·후속 트랜치, 총자산가액과 금융약정, 미인출 한도를 함께 포함한다. 따라서 시장 잔액이나 순신규 조달액이 아니라 공개된 거래 파이프라인의 상한적 규모로 읽어야 한다. 또한, 앞서 설명한 브로드컴(\$35B)과 코어워브(\$29.6B, 23년부터 7개의 DDTL 누적한 값) 두 건이 \$64.6B 달러로 80%를 차지한다. **아직까지는 시장이 형성됐다기 보다는 소수의 대형 거래 몇 건이 규모를 만들고 있는 단계다.** 다만, 최근들어 비슷한 형태의 딜들이 지속 등장하고 있을뿐더러, 엔비디아가 공식적으로 \$500B 규모의 금융자본 플랫폼을 제안한 만큼 거래 규모는 더 커질 것으로 예상된다.

표 6. 현재까지 공개된 칩 파이낸싱 딜 목록 (데이터센터 부동산 담보가 아닌, GPU 칩을 담보로 잡은 거래 한정)

| 발표월     | 거래명                                                    | 규모 (\$bn)        | 금융 구조                  | 주요 금융기관                                  | 공개 금리                                     |
|---------|--------------------------------------------------------|------------------|------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 2023-08 | CoreWeave DDTL 1.0                                     | 2.3              | 사업자 직접 보유형 / 담보대출      | Magnetar·Blackstone                      | -                                         |
| 2024-04 | Lambda GPU 금융                                          | 0.5              | 사업자 직접 보유형 / 담보대출      | Macquarie·Industrial Development Funding | -                                         |
| 2024-05 | CoreWeave DDTL 2.0                                     | 7.5              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | Blackstone·Magnetar·Coatue               | -                                         |
| 2025-04 | Fluidstack GPU 금융                                      | 1.0<br>(언론보도 기준) | 사업자 직접 보유형 / 담보대출      | Macquarie                                | -                                         |
| 2025-07 | CoreWeave DDTL 3.0<br>(오피테이커 Open AI)                  | 2.6              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | 대주단                                      | SOFR+400bp                                |
| 2025-09 | CoreWeave DDTL 2.1                                     | 3.0              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | 기존 약정 대주단                                | SOFR+425bp                                |
| 2025-11 | Valor Compute Infrastructure-Apollo<br>(오피테이커 xAI 자회사) | 3.5              | 외부 SPV 보유·리스형          | Valor·Apollo                             | -                                         |
| 2026-02 | Nscale 유럽 GPU DDTL                                     | 1.4              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | PIMCO·Blue Owl·LuminArx                  | -                                         |
| 2026-03 | CoreWeave DDTL 4.0<br>(오피테이커 Meta)                     | 8.5              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | MUFG·Morgan Stanley·Blackstone           | SOFR+225bp /<br>고정 약 5.9%                 |
| 2026-05 | CoreWeave DDTL 5.0                                     | 3.1              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | 신디케이트 대주단                                | SOFR+450bp                                |
| 2026-05 | Lambda 선순위 담보약정 증액                                     | 1.0              | 사업자 직접 보유형 / 담보대출      | JPMorgan 주도<br>(기존 \$275M 약정 증액건)        | -                                         |
| 2026-06 | Broadcom-Apollo-Blackstone<br>(오피테이커 Anthropic)        | 35.0             | 외부 SPV 보유·리스형          | Apollo·Blackstone·은행단                    | A1 UST+100bp<br>A2 5.75% 고정<br>B 8.50% 고정 |
| 2026-06 | IREN GPU 금융<br>(오피테이커 Microsoft)                       | 3.65             | 사업자 직접 보유형 / DDTL+사모채권 | 은행·기관투자자                                 | DDTL SOFR+225bp<br>사모사채 5.96%<br>고정       |
| 2026-07 | Nebius GPU 담보금융<br>(미공개 투자등급 고객)                       | 0.775            | 사업자 직접 보유형 / 담보대출      | MUFG 주도 은행단                              | SOFR+250bp                                |
| 2026-08 | Nscale GPU 금융                                          | 3.0              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | JPMorgan·Goldman Sachs                   | -                                         |
| 2026-08 | IREN 추가 GPU 금융<br>(미공개 비투자등급 고객)                       | 2.8              | 사업자 직접 보유형 / 담보대출·사모금융 | Blue Owl·PIMCO 등                         | 9.0% 고정                                   |
| 2026-08 | CoreWeave DDTL 5.5                                     | 2.6              | 사업자 직접 보유형 / DDTL      | 대주단                                      | SOFR+550bp                                |
| 2026-08 | Lambda GPU 담보 Term Loan B<br>(미공개 투자등급 고객)             | 0.926            | 사업자 직접 보유형 / TLB       | Morgan Stanley·MUFG 등                    | SOFR+300bp                                |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### III. 조달 여력은 얼마나 확대되는가

#### (Q) 같은 출자금으로 더 많은 설비를 배치

칩 파이낸싱이 설비투자에 미치는 가장 직접적인 효과는 사업자가 부담해야 하는 초기 자금의 비중을 낮추는 것이다. 예를 들어 사업자가 10억 달러의 자기자본을 가지고 있다고 가정해보자. GPU를 전액 자체 구매하면 배치 가능한 설비는 10억 달러에 그친다. 반면 GPU와 장기 컴퓨트 계약을 기반으로 외부자본을 조달하면 동일한 사업자 출자금으로 더 많은 설비를 배치할 수 있다. 외부자본에는 은행과 사모신용이 제공하는 부채뿐 아니라 인프라펀드와 PE가 제공하는 제3자 지분도 포함될 수 있다. 제3자 지분의 경우 부채 투자자보다 먼저 손실을 부담하고, 상환의무 역시 원칙적으로 없기 때문에 손실흡수층 역할을 하며 더 많은 부채조달을 지원할 수 있다. **장기계약과 신용보강을 바탕으로 구조화시킨 자산은 투자 한도가 사업자의 보유현금 및 자체 차입능력에서 은행·보험사·연기금·사모신용을 포함한 자본시장 전체의 위험수용 능력으로 확대되는 것이다.**

표 7. 제3자 자본(지분+부채) 유입에 따른 설비 배치 한도 확대 예시

| 조달구조        | 사업자 출자금 | 제3자 지분 | 부채     | 배치 가능한 설비 |
|-------------|---------|--------|--------|-----------|
| 전액 자체 구매시   | 10억 달러  | 없음     | 없음     | 10억 달러    |
| 사업자 30% 부담시 | 10억 달러  | 없음     | 23억 달러 | 약 33억 달러  |
| 사업자 10% 부담시 | 10억 달러  | 20억 달러 | 70억 달러 | 100억 달러   |

자료: 미래에셋증권 리서치센터 | 주: 금융구조의 효과를 설명하기 위한 단순한 예시이며, 실제 시장의 평균 조달비용을 의미하지 않음

#### CoreWeave DDTL 사례: 102%의 LTC가 가능한 조건

CoreWeave의 7개 DDTL 가운데 조건이 가장 좋은 것은 Meta 계약을 기초로 한 DDTL 4.0이다. 대출가능비율(Advance rate)이 가장 높고 금리가 가장 낮으며 유일하게 SPV로 묶여있는 자산이 공시되어 실제 차입비율을 확인할 수 있다.

DDTL 4.0은 CCAC VIII라는 도산절연 자회사(SPV)가 차주가 되는 총 \$8.5B 규모의 약정이다. 인출 규칙은 두 단계인데, 초기 약 \$7.5B에서 안정화 이후 최대 \$8.5B까지 차입 가능 규모가 확대되는 구조다. 공시된 계약구조에 따르면, 설비 설치기간에는 적격 투자비의 90%까지 자금을 조달할 수 있다. 고객 인수 이후 자산이 안정화되면 DSCR을 기준으로 추가 인출이 가능해진다. DSCR은 원리금 상환에 사용할 수 있는 현금을 원금과 이자의 합으로 나눈 값이다. **안정화 이후 1.2배의 DSCR 기준을 적용하며, 회사는 이 구조가 최대 약 102%의 LTC에 해당할 수 있다고 설명했다.** LTC는 투자원이 대비 대출금의 비율이므로, 100%를 넘긴다는 것은 투자비 전액을 빌리고도 여유가 남는다는 뜻이다.

이처럼 높은 LTC가 가능한 배경에는 장기 컴퓨트 계약이 있다. DDTL 4.0의 기초가 되는 약 \$19B 규모의 Meta 계약은 대출약정 \$8.5B의 약 2.2배다. 대주가 평가하는 것은 계약 기간에 걸쳐 들어오는 대금이며, 설비가 가동되고 고객 인수가 완료되면 이러한 상환능력을 더 확실하게 평가할 수 있어 투자원이 중심의 인출 기준에서 현금흐름 중심의 기준으로 전환할 수 있다.

#### DSCR (Debt Service Coverage Ratio, 부채상환비율)

프로젝트가 한 해 벌어들이는 현금을 그 해에 갚아야 할 원금과 이자의 합으로 나눈 값. 1.2배는 갚을 돈의 1.2배를 벌고 있다는 뜻이고, 1.0배 아래로 내려가면 자체 현금으로 원리금을 감당하지 못한다는 의미. 대주는 통상 유지 기준선을 두고 이를 밑돌면 배당과 추가 인출을 제한

#### LTC (Loan to Cost)

자산을 취득하는 데 들어간 총비용 대비 대출금의 비율. 부동산 금융의 LTV와 비슷하며, LTC는 실제 투입원가를 기준으로 함. 100%를 넘는다는 것은 투자비 전액을 빌리고도 여유가 남는다는 뜻.

핵심은 장비를 구매하는 단계와 실제로 수익을 창출하는 단계에서 조달 여력이 달라진다는 점이다. 설치기간에는 사업자가 투자비 일부를 먼저 부담하지만, 가동 안정화 이후 추가 차입이 허용되면 초기 투입자금의 일부를 회수할 여지가 생긴다. 약정상 허용되는 범위에서 이를 다른 프로젝트에 배분할 수 있다는 점이 단순한 장비 구매대출을 넘어서는 효과다.

위 기준은 계약서 상의 약정이고, 실제 차입 수준도 살펴볼 필요가 있다. 2026년 6월 말 기준 DDTL 4.0 원금은 \$2.9B이고 차주인 SPV(CCAC VIII)로 잡힌 총자산은 약 \$3.46B으로, 대출원금을 총자산으로 나누면 레버리지 비율은 약 84% 수준이다.

표 8. 코어위브 DDTL 4.0의 인출 조건 및 실제 차입비율

| 항목                     | DDTL 4.0 공개 조건              | 분석상 의미                   |
|------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| 약정 한도                  | 초기 \$7.5B, 안정화 후 \$8.5bn    | 자산이 가동되면 한도가 10억달러 확대    |
| 초기 인출한도 (Advance rate) | 적격 CapEx의 90%               | 자산비용 기준 높은 계약 레버리지       |
| 안정화 후 추가 인출            | Projected DSCR $\geq 1.20x$ | 자산가치에서 현금흐름 기준으로 전환      |
| 유지 조건                  | DSCR $\geq 1.15x$           | 현금흐름 감소 시 배당·추가 인출 제약 가능 |
| 2Q26 기준                | 금액                          | 차입비율(부채/자산)              |
| DDTL 4.0 인출 잔액         | \$2.9bn                     |                          |
| SPV(CCAC VIII) 총자산     | \$3.46bn                    | 84%                      |
| SPV(CCAC VIII) 비유동자산   | \$3.3bn                     | 88%                      |

자료: CoreWeave, 미래에셋증권 리서치센터

## IREN-Microsoft, 부채와 고객 선수금의 결합

IREN은 Microsoft 계약에 필요한 GPU 관련 투자비 약 \$5.81B를 별도 자회사 SPV를 통해 조달했다. 부채는 DDTL \$1.55B와 사모사채 \$2.1B를 합해 \$3.65B이다. 여기에 Microsoft가 장비 인도 전에 지급하는 선수금 \$1.94B가 더해진다. IREN은 보도자료에서 GPU 투자비 \$5.81B 중 \$5.59B, 약 96%를 외부자본으로 조달했으며, 평균 조달비용은 3.31%라고 밝혔다. 선수금을 계약기간에 걸친 무이자 자금으로 취급해 계산한 수치다.

표 9. Microsoft 프로젝트의 GPU 자금 구조

| 항목                  | 금액       | 금리                         |
|---------------------|----------|----------------------------|
| GPU·관련 장비 총 투자비     | \$5.81bn |                            |
| Microsoft 선수금 (33%) | \$1.94bn | 무이자 자금                     |
| GPU 금융약정 (63%)      | \$3.65bn |                            |
| └ 사모사채              | \$2.1bn  | 고정금리 5.96% (SOFR+2.13%)    |
| └ DDTL              | \$1.55bn | 변동금리 SOFR+2.25%            |
| 외부 조달 (96%)         | \$5.59bn | 차입금 혼합금리 6%, 선수금 포함시 3.31% |
| IREN 잔여 부담 (4%)     | \$0.22bn |                            |

자료: IREN, 미래에셋증권 리서치센터

이 사례에서 확인할 수 있는 것은 고객 선수금 역시 주요 조달원으로 기능한다는 점이다. IREN의 경우 GPU 투자비의 33%를 선수금이 채웠고, 이 자금이 무이자였기 때문에 평균 조달비용이 차입금 기준 6%에서 3.31%까지 내려갔다. 전통적인 프로젝트금융에서 사업자 출자금이 말던 손실흡수 자리를 오프테이커의 선수금이 대신하면서, 동시에 조달비용까지 낮추는 셈이다.

## (P) 전액 자기자본 대비 프로젝트의 조달비용 하락

칩 파이낸싱은 조달 가능한 금액뿐 아니라 차입금리에도 영향을 준다. CoreWeave가 25년 이후 체결한 DDTL 유효금리는 약 7~9%대로, 같은 기간 내 발행했던 무담보 선순위채의 약 9~10%보다 낮다. 두 조달수단의 차이는 대주가 무엇에 기대느냐에 있다. 무담보채 투자자가 회사 전체의 상환능력에 의존한다면, DDTL의 대주는 SPV에 묶인 고객 계약과 담보자산, 정해진 현금 배분과 상환 일정에 근거해 자금을 공급한다. 우량한 계약의 현금흐름을 상환재원으로 확보하고 이에 대한 대주의 권리를 명확히 하면, 회사 전체 신용으로 조달할 때보다 유리한 조건을 받을 수 있다.

트랜치를 활용하면 같은 자산의 현금흐름에서도 투자자별 위험 부담을 달리할 수 있다. Broadcom-Anthropic 거래에서 선순위 A2의 쿠폰은 5.75%인 반면, 후순위 B는 8.50%다. 후순위 투자자가 손실을 먼저 부담하고 벤더가 잔존가치 지원으로 선순위를 보호하는 구조 덕분에, 전체 조달액의 85%(A1+A2)를 투자등급 수준의 금리로 유치할 수 있었다.

표 10. 위험 부담에 따른 조달 금리

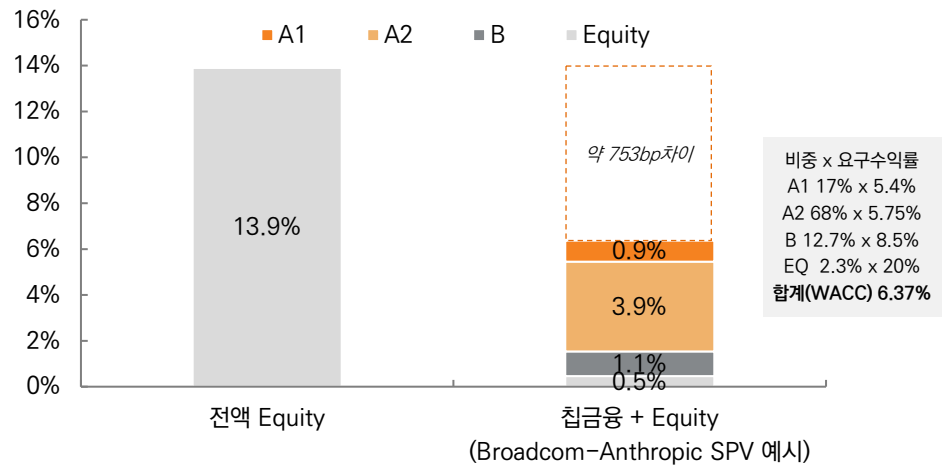
|              | 조달수단                     | 담보        | 약정액 (\$mn) | 유효금리 (회사 공시)   |
|--------------|--------------------------|-----------|------------|----------------|
| CoreWeave    | DDTL 2.1                 | 계약담보 DDTL | 3,000      | 9%             |
|              | DDTL 3.0                 |           | 2,600      | 9%             |
|              | DDTL 4.0                 |           | 8,500      | 7%             |
|              | DDTL 5.0                 |           | 3,100      | 9%             |
|              | 2030 Senior Notes        | 무담보 회사채   | 2,000      | 10%            |
|              | 2031 9.00% Senior Notes  |           | 1,750      | 10%            |
|              | 2031 9.75% Senior Notes  |           | 2,750      | 10%            |
|              | 2032 9.625% Senior Notes |           | 1,250      | 10%            |
|              | 2032 EUR Senior Notes    |           | 2,279      | 9%             |
|              |                          |           |            |                |
| Broadcom SPV | 트랜치                      | 잔존가치 지원   | 금액 (\$mn)  | 금리             |
|              | A1                       | O         | 6,000      | UST+100bp 변동금리 |
|              | A2                       | O         | 24,000     | 5.75%          |
|              | B                        | X         | 4,500      | 8.50%          |

자료: 미래에셋증권 리서치센터 | 주: CoreWeave DDTL 중 무담보회사채와 비교를 위해 체결일 2025년 이후의 건으로 한정

사업자가 설비를 전액 자기자본으로 구매하는 경우와 트랜치 구조를 활용하는 경우, 프로젝트의 가중평균 조달비용 WACC의 차이는 다음과 같다. 먼저, 프로젝트 전액을 에쿼티로 조달하는 경우 요구수익률은 자기자본비용과 같으며, CAPM으로 추정하면 약 13.9%다. 무위험수익률 4.9%, 베타 1.8(AI 인프라 고베타 종목 수준 감안), 주식위험프리미엄 5.0%로 가정했다.

반면, Broadcom-Anthropic SPV의 가중평균 조달비용은 약 6.4%로 계산된다. 총자본 353억 달러 가운데 부채는 A1 트랜치 60억 달러(비중 17%), A2 트랜치 240억 달러(비중 68%), B 트랜치 45억 달러(비중 12.7%)로 나뉘지며, 에쿼티 8억 달러(비중 2.3%)가 투자되었다. 각 조달방식별 비중에 요구수익률(금리)을 곱하면 WACC이 도출되는데, 최후순위 손실흡수 부담을 고려해 에쿼티 요구수익률을 20%로 높게 두어도, 결과적으로 조달비용은 전액 자기자본 대비 약 753bp 낮아진다.

그림 8. 조달구조별 WACC (가중평균 조달비용)

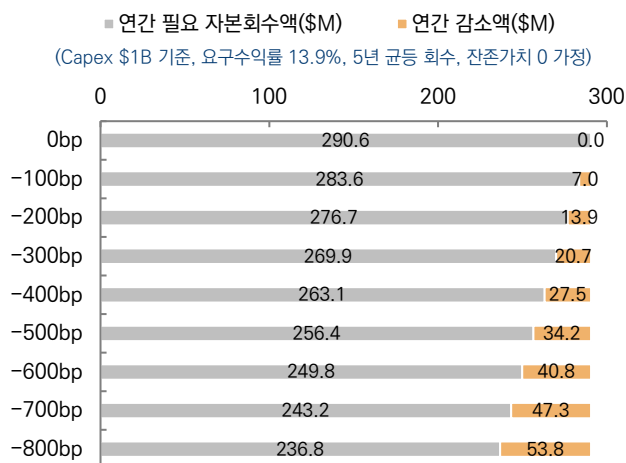


자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 세전 기준. A1은 UST 2년물 4.4%에 100bp를 더한 5.4% 가정. 전액 Equity의 자기자본비용은 CAPM 기준(무위험수익률 4.9%, 베타 1.8, 주식위험프리미엄 5.0%) 가정. 칩파이낸싱 SPV의 자기자본비용은 최후순위 손실흡수 부담을 고려해 요구수익률을 20% 가정

조달비용이 낮아질수록 투자 원금과 요구수익을 충족하기 위해 매년 확보해야 하는 금액도 줄어든다. CAPEX \$1B를 5년간 회수하는 경우, 요구수익률을 13.9%에서 100bp씩 낮추면, 분석 구간인 800bp 하락까지 연간 필요 자본회수액은 매 단계 약 \$6.5~7.0M씩 감소한다. Broadcom 사례의 조달비용 격차 753bp를 적용하면, 총 투자액 \$35B의 연간 필요 자본회수액은 약 \$10.17B에서 \$8.39B로 17.5% 감소한다. 감소액 \$1.78B는 규모 면에서 동일 투자액을 5년간 정액법으로 상각할 때의 연간 감가상각비 상당액(\$7B)의 약 25%에 해당한다. 이는 동일한 운영 조건에서 투자원금과 요구수익을 충족하기 위해 확보해야 하는 매출 부담이 그만큼 낮아진다는 의미다. 사업자는 이를 임대료 인하 여력으로 활용하거나, 기존 가격을 유지해 투자회수의 여유를 확보할 수 있다.

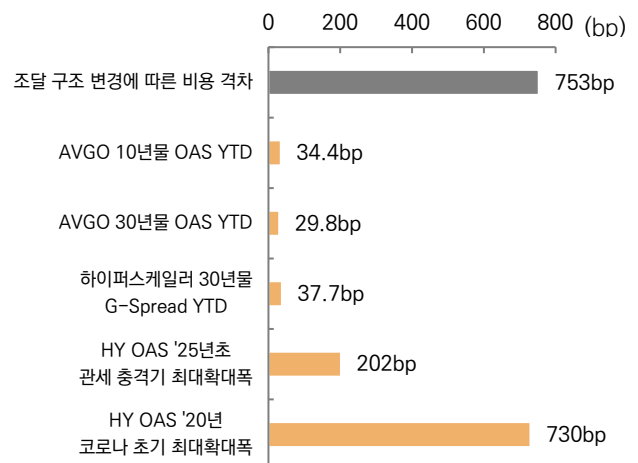
그림 9. 조달비용 하락에 따른 연간 필요 자본회수액 절감 효과



자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 감소분은 회계상 이자비용 절감이나 감가상각비 감소를 의미하지 않음

그림 10. 조달비용 우위의 손익분기 vs. 과거 채권 스프레드 확대폭



자료: Bloomberg, FRED, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2026.9.11 기준. AVGO 5.7 01/15/2056, AVGO 4.95 01/15/2036의 YTD 스프레드 변화. Meta·Amazon·Alphabet·Oracle의 2056년 만기, Microsoft의 2050년 만기 구성 인덱스의 YTD G-spread 변화.

## 스프레드 확대가 조달비용 우위를 잠식할 수준은 아니다

최근 AI 투자와 칩 파이낸싱 확대를 둘러싸고 채권 스프레드와 CDS 상승에 대한 우려가 커지고 있다. 금리 상승은 확장 중인 사업자에게는 신규 조달과 리파이낸싱에서 중요한 위험일 수 있다.

**다만 관측된 스프레드 상승폭을 조달 구조 변경에 따른 비용 절감 효과와 비교하면, 여전히 자금 조달 구조 변경의 이점이 크다.** 하이퍼스케일러 장기채 스프레드는 YTD +37.7bp, Broadcom의 10년물·30년물 스프레드도 각각 +34.4bp, +29.8bp 확대됐다. 반면 앞서 설정한 가정에서 조달 구조 변경에 따른 가중평균 조달비용 격차는 약 753bp로 최근 관측된 스프레드 확대폭을 크게 웃돈다.

극단적인 시장 충격과 비교해도 이 격차의 규모는 상당하다. 미국 하이일드 스프레드는 2025년 초 저점에서 관세 충격기까지 202bp, 2020년 코로나 초기에는 730bp 확대됐었다. 코로나급 충격에서까지 비용 우위가 넉넉하게 남는다는 뜻은 아니지만, 최근의 신용스프레드 확대만으로 구조 변경의 경제적 이점이 소멸했다고 보기는 어렵다.

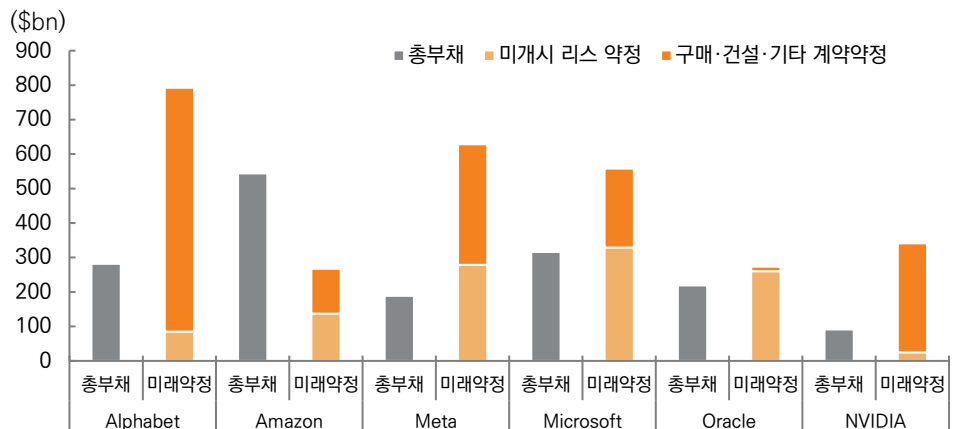
## IV. 리스크와 성숙 시장으로 가는 조건

### 리스크 1. 소수 고객&벤더 집중 위험

**결국 이 구조는 담보가치 보다는 계약가치 위에 세워져 있다.** 자산 수명 6년짜리 GPU에 투자등급이 부여되고 자산비용의 90% 이상이 조달되는 것은 칩이 안전한 담보여서가 아니라, 그 뒤에 우량 오프테이커의 장기 지급약정이 있기 때문이다. 그러나 고객의 지급불능까지 막아주지는 않는다. 계약이 소수 AI 고객에게 집중돼 있으면 한 고객의 문제가 여러 프로젝트에 동시에 영향을 줄 수 있다.

특히 벤더의 신용보강은 자금 공급을 늘리는 동시에 프로젝트의 위험을 벤더로 연결한다. 고객의 지급능력이 약화되고 장비 회수가치까지 하락하면 여러 거래의 지원 의무가 같은 시기에 현실화될 수 있다. SPV가 법적으로 분리돼 있어도 동일 고객과 동일 벤더에 의존한다면 경제적 위험은 연결돼 있을 수 있다.

그림 11. AI 기업들의 누적되는 부외 지급 약정



자료: 각 사 최근 10-Q 및 10-K, 미래에셋증권 리서치센터

주: 미래채약정은 미래채 리스와 구매·건설·설비 등의 계약약정을 합산, 지분투자·보증 및 별도로 식별된 고객 지원 약정은 제외한 수치

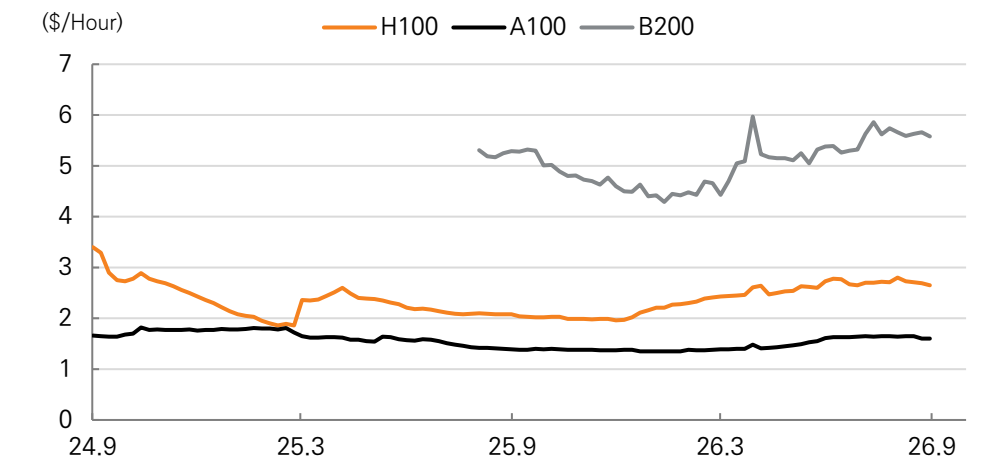
### 리스크 2. GPU의 잔존가치

장기계약은 부채 상환의 예측 가능성을 높이지만 계약기간 이후의 현금흐름까지 보장하지는 않는다. 계약이 끝나기 전에 부채가 충분히 상환되면 GPU의 재계약과 매각은 추가 수익의 기회가 되지만, 상당한 부채가 남아 있으면 재계약과 회수가치가 원리금 상환의 전제가 된다. 차주가 부실해지면 담보 GPU가 회수되어 중고시장에 유입되며 신규 수요를 직접 잠식하는데, 개별 기업의 재고 조정과 달리 회수 물량은 시장 전체에 동시 출회될 수 있어 속도가 빠르고 가격 파괴력도 크다. 엔비디아의 25% 잔존가치 지원은 부족분의 일부를 벤더가 보전해 대주의 급매 유인을 줄인다는 점에서 신용보강 장치인 동시에 가격 방어 장치로 작동하지만, 25%를 초과하는 하락 구간은 방어 대상이 아니므로 하방 보호는 제한적이다.

여기서 참고할 선행이 항공기 금융이다. 항공기 금융에는 기종별 가격과 운용 이력, 정비와 자산관리 체계, 회수와 재임대 경험이 축적되면서 중고시장 거래 데이터와 잔존가치 평가체계가 함께 갖춰졌다. 덕분에 채무자가 지급하지 못했을 때 자산을 누구에게 어떤 비용으로 이전할 수 있는지를 대주가 스스로 판단할 수 있고, Boeing 같은 제작사의 잔존가치 지원이 제도로 자리 잡은 것도 이 위에서도. **브로드컴의 개런티와 엔비디아의 25% 백스톱은 칩 시장이 같은 경로의 첫 걸음을 뗐다는 신호지만, 적격 GPU의 정의와 표준 감가곡선, 제3자 기술관리자, 장비 식별체계는 아직 없다.** 그 전까지 잔존가치 위험은 시장이 아니라 벤더의 대차대조표가 떠안는다.

모니터링 대상은 GPU 중고 거래가와 시간당 렌탈 단가다. 렌탈 단가는 수익력을, 중고 거래가는 담보가치를 나타내며 양자의 괴리 확대가 위험 신호다. Silicon Data의 GPU 온디맨드 렌탈 지수를 보면 2025년 4분기를 저점으로 H100 +34%, B200 +21%, A100 +20% 등 전 세대가 동시 반등했다. 통상 GPU의 회계상 내용연수를 5~6년으로 보기 때문에, 2020년 출시되어 6년을 넘긴 A100의 렌탈 가격이 유지되고 있다는 점이 특히 주목할 만하다.

그림 12. Silicon Data 엔비디아 GPU 온디맨드 렌탈 지수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 칩 파이낸싱 주요 리스크

| 리스크          | 전이 경로                               | 확인해야 할 장치                       |
|--------------|-------------------------------------|---------------------------------|
| 기존 차입의 금리 노출 | 기준금리 상승 → 미헤지 차입의 이자 증가 → 상환여력 하락   | 실제 미헤지 잔액, 스왑 규모·기간과 차입잔액의 일치   |
| 신규 조달·리파이낸싱  | 시장금리·스프레드 상승 → 추가 투자와 차환 비용 증가      | 금리 확정 시점, 만기집중, 잔존원금, 유동성 적립    |
| 기술 노후화·잔존가치  | 성능·가격 경쟁 심화 → 재임대료·중고가격 하락 → 회수율 저하 | 감가곡선, 담보인정비율, 잔존가치 지원, 재배치 비용   |
| 계약·부채 만기 불일치 | 고객계약 종료 후 부채 잔존 → 재계약 실패 시 상환재원 부족  | 계약 잔여기간, 원금 상각률, 최종 만기          |
| 오프테이커 집중     | 단일 고객의 지급능력 약화 → 여러 프로젝트의 현금흐름 약화   | 고객별 비중, 최소구매 의무, 해지 조건, DSCR 하한 |
| 설치·검수        | 납기·전력·냉각 지연 → 인출과 매출 개시 지연          | 인출 선행조건, 고객 인수 기준, 완공 책임        |
| 전력비용         | 전력비용 상승 → 운영현금흐름과 상환여력 감소           | 전력 조달계약, 가격 전가 조건, 해지 범위        |
| 소구·전염        | 보증·교차부도 → 프로젝트 손실이 모회사·벤더로 전이       | 소구 범위와 예외조항, 교차담보·교차부도 여부       |
| 정보 비대칭       | 장비·계약·지원약정 비공개 → 담보평가와 위험가격의 불확실성   | 장비 식별·추적, 제3자 평가, 일관된 공시        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## V. 엔비디아, 구조의 설계자이자 수혜자

### 엔비디아 GPU 확장의 핵심 유통망, 네오클라우드의 조달 제약을 풀다

엔비디아는 AI 투자 병목이 GPU 공급뿐 아니라 고객의 자본조달 능력으로 이동하는 상황에서, 자금력이 부족한 프론티어 AI 랩과 네오클라우드까지 낮은 금융비용으로 엔비디아 시스템을 구매할 수 있게 만들었다. 2Q26 기준 엔비디아의 하이퍼스케일러 고객 매출은 +101% yoy, ACIE 고객 매출은 +138% yoy로 자금력이 상대적으로 부족한 집단이 더 빠르게 커지고 있다. 이들의 조달 조건을 개선하는 것이 곧 잠재수요를 실질 매출로 전환하는 가장 직접적인 수단이다.

### \$500B가 함의하는 수요

기 발표된 선례로 GW당 조달금액을 역산할 수 있다. Broadcom-Anthropic SPV는 1GW 초과 용량에 \$35B를 조달했으며, CoreWeave는 2025~26년 누적 capex 약 \$50~54B으로 2026년 말 활성 1.85GW를 목표로 하는데, 이는 GW당 \$27~29B 수준이다. 데이터 센터 헬을 임차하는 구조여서 부지·건물까지 직접 보유하는 사업자 대비로는 낮게 잡힌 값이다. 두 사례를 묶으면 대략 \$27~35B/GW의 밴드가 형성되고, \$500B를 이 밴드에 대입하면 14~19GW가 함의된다. 브로드컴 플랫폼의 2028년 20GW 목표를 준용해 3년 동안의 자금 집행을 가정하면 연 5~6GW, 금액으로는 연 \$167B의 자본 투입이며, **가속기·메모리·네트워킹 비중을 60~70%로 적용할 경우 연 \$100~120B 규모의 반도체 수요가 함의된다.**

### 금융 구조보다는 결국 잔존가치의 신뢰도가 경쟁의 핵심 변수

엔비디아의 금융 플랫폼은 하드웨어 성능 외의 진입장벽을 형성한다. 경쟁사가 동등한 조달 조건을 제공하지 못하면 고객이 부담하는 총소유비용 격차가 확대되기 때문이다. 다만 브로드컴 역시 올 6월 아폴로, 블랙스톤과 칩 리스·자산 SPV형 조달을 진행했고, 두 운용사는 엔비디아 플랫폼에도 중복 참여하고 있다. 금융 구조 자체는 독점 요소가 아니라는 뜻이다.

**차별화 요인은 구조가 아니라 잔존가치의 신뢰도다.** 대주가 벤더의 백스톱을 신뢰하려면 회수된 장비가 실제로 다른 곳에 재배치되어 다시 현금을 만들어낼 수 있어야 한다. CoreWeave CEO 마이클 인트레이터는 2026년 8월 실적발표에서 2020년 출시된 A100을 2029년까지 사용하는 계약을 최근에도 매력적인 가격으로 체결했다고 밝혔다. Ampere와 Hopper와 같은 구형 GPU가 최초 계약에서 투자금을 회수한 이후 발생하는 재계약 매출은 추가 수익이 될 수 있고, 구형 GPU를 자사의 관리형 추론 서비스에도 투입할 수 있다는 것이다. 대규모 모델 학습에는 최신 GPU가 필요하지만, 이미 학습된 모델을 실행하는 추론 업무는 상대적으로 연산 요구량이 낮아 구형 GPU도 경제성을 확보할 수 있다는 논리다. 다만 이는 칩 자체의 중고가격이 아니라 전력·네트워크·소프트웨어와 운영역량이 결합된 플랫폼 가치라는 점에서 대주가 디폴트 후 회수할 수 있는 잔존가치와는 구분해야 한다. 그럼에도 CUDA 생태계에 기반한 재배치 가능성과 재배치 대상이 될 오피테이커(고객) 풀의 폭에서 엔비디아가 우위에 있다는 판단에는 변함이 없다.

# **Global Company Analysis**

| 투자의견(유지)      | 매수         |
|---------------|------------|
| 목표주가(상향)      | ▲ USD 282  |
| 현재주가(26/9/17) | USD 219.34 |
| 상승여력          | 28.6%      |

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 나스닥 종합(p)       | 26,418.30 |
| EPS 성장률(26F, %) | 118.3     |
| P/E(26F, x)     | 20.4      |
| 배당수익률(%)        | 0.0       |

|                    |          |
|--------------------|----------|
| 시가총액(십억USD)        | 5,286.09 |
| 시가총액(조원)           | 7,232.96 |
| 상장주식수(백만주)         | 24,100.0 |
| 60일 평균 거래대금(십억USD) | 26.95    |
| 52주 최저가(USD)       | 165.17   |
| 52주 최고가(USD)       | 235.74   |

| (%)  | 1M   | 6M   | 12M  |
|------|------|------|------|
| 절대주가 | -2.5 | 20.6 | 28.8 |
| 상대주가 | -1.7 | 2.6  | 8.5  |



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraeeasset.com

[글로벌 AI]

김수민

sumin.kim.b@miraeeasset.com

# 엔비디아

## 안팎으로 좋은 분위기

### FY28 고성장 지속, 마진율도 회복 예상

동사에 대해 '매수'의 투자의견을 유지하며, 목표주가를 \$282(기존 \$265)로 6.4% 상향한다. 목표가는 12개월 선행 GAAP EPS \$12.2에 필라델피아 반도체 Top 5 칩 메이커의 27F P/E 컨센서스 21.0배를 적용했다. 연단위 고성장은 이미 가이던스로 제시된 바 있다. **분기단위 실적 달성과 함께 주가도 동행할 것으로 기대한다.**

동사의 FY3Q27 매출액은 \$110B(QoQ +14%), Vera Rubin이 DC향 매출의 약 20%를 차지할 것으로 제시되었다. **FY28도 70%대 외형 성장 전망이 언급되었는데, FY28 말까지의 수요 대비 공급 병목을 전제로 한다.** 메모리 가격 상승으로 GPM이 하락하고 있는 가운데 4분기를 저점으로 FY28에는 73%대로 회복될 전망이다.

### 업황 강세, 제품 라인업 강화에 금융 플랫폼 효과까지

FY2Q27 DC향 매출액 \$89B 중 하이퍼스케일은 \$49B(QoQ +18%) 상위 5개사 설비투자는 27년 \$1.3T로 예상된다. **AI Cloud & Enterprise향 매출은 \$40B(QoQ +172%)로 더 빠르게 증가했다.** 네오클라우드 설치 용량은 25년 말 3GW에서 올해 말 8GW로 늘어날 것으로 전망되면서 동사에 직접적 효과가 기대된다.

GW당 매출 기회는 Hopper \$18B에서 Vera Rubin \$40B로 커졌다. **Vera Rubin은 Grace Blackwell Ultra 대비 MW당 처리량 30배, 토큰 비용 1/35로 8월 초 출하를 시작해 역대 가장 빠른 침투가 예상된다.** Vera CPU는 FY28 매출이 2배 이상 늘고 네트워킹 매출은 QoQ +18% 증가해 사상 최대를 기록할 것으로 추정된다.

**최대 \$40/GW의 매출액 기획의 배경은 풀스택 제품 라인업에 있다.** 동사는 에이전트 AI에 맞춰 칩 7개와 랙 5종을 함께 설계했다. Vera Rubin NVL72 외에도 저지연 디코딩용 Groq3 LPX, 컨텍스트 저장용 BlueField-4 스토리지, 스케일아웃용 Spectrum-6 네트워킹까지 가속기 업체중 유일하게 인프라 단위 공급이 가능하다.

**본문에 전술한 금융 플랫폼의 확대로 구매자의 투자 부담 경감의 효과가 기대된다.** GPU 계약의 현금흐름을 담보화 하면 조달비용이 전액 자기자본 대비 약 750bp 낮아지고, 같은 투자의 연간 자본회수 부담은 17.5% 줄어들 것으로 추정된다. 금리 상승기 AI 투자를 둘러싼 시장의 우려를 일부 덜어줄 만한 변화다.

| 결산기 (01월)        | 2025  | 2026  | 2027F | 2028F | 2029F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (USD 100mn)  | 1,305 | 2,159 | 4,152 | 6,752 | 9,538 |
| 영업이익 (USD 100mn) | 815   | 1,304 | 2,690 | 4,351 | 6,177 |
| 영업이익률 (%)        | 62.5  | 60.4  | 64.8  | 64.4  | 64.8  |
| 순이익 (USD 100mn)  | 729   | 1,201 | 2,594 | 3,921 | 5,453 |
| EPS              | 2.97  | 4.93  | 10.76 | 16.27 | 22.63 |
| ROE (%)          | 119.2 | 101.5 | 98.3  | 69.2  | 52.7  |
| P/E (배)          | 40.5  | 38.8  | 20.4  | 13.5  | 9.7   |
| P/B (배)          | 37.0  | 29.5  | 14.3  | 6.9   | 4.0   |

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엔비디아 목표주가 산정

| 구분       | 값      | 비고                            |
|----------|--------|-------------------------------|
| 12MF EPS | 12.2   | US\$                          |
| 목표 P/E   | 21.0   | 배, 필라델피아 반도체 Top 5 27F P/E 평균 |
| 목표주가     | 282.0  | US\$, 6.4% 상향                 |
| 현재주가     | 219.34 | US\$                          |
| 상승여력     | 28.6%  | 투자의견 매수(유지)                   |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엔비디아 분기 실적 추이 및 전망

(US\$bn, %)

| Calendar Year       | 1Q26F        | 2Q26F        | 3Q26F        | 4Q26F        | 1Q27F        | 2Q27F        | 3Q27F        | 4Q27F        | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Fiscal Year (1월 결산) | 1Q27F        | 2Q27F        | 3Q27F        | 4Q27F        | 1Q28F        | 2Q28F        | 3Q28F        | 4Q28F        | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        |
| <b>매출액</b>          | <b>81.6</b>  | <b>96.2</b>  | <b>109.5</b> | <b>128.0</b> | <b>144.9</b> | <b>160.4</b> | <b>176.3</b> | <b>193.7</b> | <b>215.9</b> | <b>415.2</b> | <b>675.2</b> | <b>953.8</b> |
| Data Center         | 75.2         | 89.0         | 101.5        | 119.2        | 135.4        | 150.3        | 165.3        | 181.8        | 193.7        | 385.1        | 632.8        | 894.1        |
| Hyperscaler         | 60.4         | 48.7         | 51.1         | 56.3         | 63.0         | 70.6         | 77.6         | 85.4         | 162.4        | 216.5        | 296.6        | 409.3        |
| AI Cloud/Enterprise | 14.8         | 40.3         | 50.4         | 63.0         | 72.4         | 79.7         | 87.6         | 96.4         | 31.4         | 168.5        | 336.2        | 484.8        |
| Edge Computing      | 6.4          | 7.2          | 7.9          | 8.7          | 9.4          | 10.2         | 11.0         | 11.8         | 22.2         | 30.2         | 42.4         | 59.7         |
| <b>매출액 비중</b>       | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |
| Data Center         | 92.2         | 92.5         | 92.8         | 93.2         | 93.5         | 93.7         | 93.8         | 93.9         | 89.7         | 92.7         | 93.7         | 93.7         |
| Hyperscaler         | 74.0         | 50.6         | 46.7         | 44.0         | 43.5         | 44.0         | 44.0         | 44.1         | 75.2         | 52.1         | 43.9         | 42.9         |
| AI Cloud/Enterprise | 18.2         | 41.9         | 46.0         | 49.2         | 50.0         | 49.7         | 49.7         | 49.8         | 14.5         | 40.6         | 49.8         | 50.8         |
| Edge Computing      | 7.8          | 7.5          | 7.2          | 6.8          | 6.5          | 6.3          | 6.2          | 6.1          | 10.3         | 7.3          | 6.3          | 6.3          |
| <b>QoQ/YoY</b>      | <b>19.8</b>  | <b>17.9</b>  | <b>13.8</b>  | <b>16.9</b>  | <b>13.2</b>  | <b>10.7</b>  | <b>9.9</b>   | <b>9.9</b>   | <b>254.4</b> | <b>92.3</b>  | <b>62.6</b>  | <b>41.3</b>  |
| Data Center         | 20.8         | 18.3         | 14.1         | 17.4         | 13.6         | 10.9         | 10.0         | 10.0         | 307.7        | 98.8         | 64.3         | 41.3         |
| Hyperscaler         | 17.7         | -19.4        | 5.0          | 10.0         | 12.0         | 12.0         | 10.0         | 10.0         | -            | 33.4         | 37.0         | 38.0         |
| AI Cloud/Enterprise | 35.2         | 171.5        | 25.0         | 25.0         | 15.0         | 10.0         | 10.0         | 10.0         | -            | 437.2        | 99.5         | 44.2         |
| Edge Computing      | 9.6          | 13.0         | 10.0         | 10.0         | 8.0          | 8.0          | 8.0          | 8.0          | 65.7         | 36.0         | 40.4         | 40.8         |
| <b>매출총이익</b>        | <b>61.2</b>  | <b>72.1</b>  | <b>81.5</b>  | <b>95.4</b>  | <b>108.1</b> | <b>119.8</b> | <b>131.7</b> | <b>144.8</b> | <b>153.5</b> | <b>310.1</b> | <b>504.4</b> | <b>714.0</b> |
| QoQ/YoY             | 19.7         | 18.0         | 12.9         | 17.1         | 13.3         | 10.8         | 9.9          | 9.9          | 246.4        | 102.1        | 62.6         | 41.5         |
| GP Margin           | 74.9         | 75.0         | 74.4         | 74.5         | 74.6         | 74.7         | 74.7         | 74.8         | 71.1         | 74.7         | 74.7         | 74.9         |
| <b>영업이익</b>         | <b>53.5</b>  | <b>63.7</b>  | <b>69.9</b>  | <b>82.0</b>  | <b>93.1</b>  | <b>103.3</b> | <b>113.7</b> | <b>125.1</b> | <b>130.4</b> | <b>269.2</b> | <b>435.1</b> | <b>617.7</b> |
| QoQ/YoY             | 20.9         | 19.0         | 9.7          | 17.3         | 13.5         | 11.0         | 10.0         | 10.0         | 295.5        | 106.5        | 61.6         | 42.0         |
| OP Margin           | 65.6         | 66.2         | 63.9         | 64.1         | 64.3         | 64.4         | 64.5         | 64.6         | 60.4         | 64.8         | 64.4         | 64.8         |

자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

## 엔비디아 (NVDA US)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (USD 100mn) | 2026  | 2027F | 2028F | 2029F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 2,159 | 4,152 | 6,752 | 9,538 |
| 매출원가        | 580   | 1,051 | 1,708 | 2,398 |
| 매출총이익       | 1,579 | 3,101 | 5,044 | 7,140 |
| 판매비와관리비     | 276   | 411   | 693   | 963   |
| 영업이익        | 1,304 | 2,690 | 4,351 | 6,177 |
| 비영업손익       | 111   | 399   | 325   | 324   |
| 금융손익        | 20    | 20    | 72    | 162   |
| 관계기업관련손익    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타이익추가      | 91    | 379   | 253   | 162   |
| 법인세차감전순이익   | 1,415 | 3,089 | 4,676 | 6,501 |
| 법인세         | 214   | 502   | 755   | 1,048 |
| 당기순이익       | 1,201 | 2,594 | 3,921 | 5,453 |
| 지배주주        | 1,201 | 2,594 | 3,921 | 5,453 |
| 비지배주주       | 0     | 0     | 0     | 0     |

| Growth & margins | 2026 | 2027F | 2028F | 2029F |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| 매출액증가율           | 65.4 | 92.3  | 62.6  | 41.3  |
| 매출총이익증가율         | 61.3 | 96.4  | 62.7  | 41.6  |
| 영업이익증가율          | 60.0 | 106.3 | 61.7  | 42.0  |
| 순이익증가율           | 64.7 | 116.0 | 51.2  | 39.1  |
| EPS증가율           | 66.1 | 118.3 | 51.2  | 39.1  |
| 매출총이익률           | 73.1 | 74.7  | 74.7  | 74.9  |
| 영업이익률            | 60.4 | 64.8  | 64.4  | 64.8  |
| 당기순이익률           | 55.6 | 62.5  | 58.1  | 57.2  |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (USD 100mn)     | 2026  | 2027F | 2028F | 2029F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름       | 1,027 | 2,165 | 3,719 | 5,174 |
| 당기순이익           | 1,201 | 2,594 | 3,921 | 5,453 |
| 감가상각비           | 28    | 54    | 82    | 114   |
| 기타              | -202  | -483  | -284  | -393  |
| 투자활동 현금흐름       | -522  | -539  | -838  | -884  |
| - 자본적 지출(CAPEX) | -60   | -100  | -163  | -230  |
| 기타              | -462  | -439  | -675  | -654  |
| 재무활동 현금흐름       | -485  | -282  | -14   | -14   |
| 배당금             | 10    | 63    | 0     | 0     |
| 자본 증가           | -11   | -3    | 0     | 0     |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 0     | 249   | 0     | 0     |
| 기타              | -484  | -591  | -14   | -14   |
| 현금의 증감          | 20    | 1,344 | 2,866 | 4,276 |
| 기초현금            | 86    | 106   | 1,450 | 4,316 |
| 기말현금            | 106   | 1,450 | 4,316 | 8,593 |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (USD 100mn) | 2026  | 2027F | 2028F | 2029F  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 유동자산        | 1,256 | 3,610 | 7,585 | 13,069 |
| 현금성자산       | 106   | 1,450 | 4,316 | 8,593  |
| 매출채권        | 385   | 722   | 1,093 | 1,497  |
| 재고자산        | 214   | 402   | 608   | 833    |
| 기타유동자산      | 551   | 1,036 | 1,568 | 2,146  |
| 비유동자산       | 812   | 1,198 | 1,539 | 1,940  |
| 투자자산        | 271   | 508   | 769   | 1,053  |
| 유형자산        | 133   | 219   | 300   | 417    |
| 무형자산        | 241   | 241   | 241   | 241    |
| 기타비유동자산     | 167   | 230   | 229   | 229    |
| 자산총계        | 2,068 | 4,808 | 9,125 | 15,009 |
| 유동부채        | 322   | 595   | 896   | 1,223  |
| 매입채무        | 98    | 184   | 279   | 382    |
| 단기차입금       | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 기타유동부채      | 224   | 411   | 617   | 841    |
| 비유동부채       | 173   | 509   | 604   | 708    |
| 장기금융부채      | 75    | 324   | 324   | 324    |
| 기타비유동부채     | 98    | 185   | 280   | 384    |
| 부채총계        | 495   | 1,105 | 1,500 | 1,931  |
| 지배주주지분(연결)  | 1,573 | 3,703 | 7,624 | 13,078 |
| 자본금         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 자본잉여금       | 101   | 98    | 98    | 98     |
| 이익잉여금       | 1,472 | 3,605 | 7,526 | 12,979 |
| 기타          | 0     | 0     | 0     | 1      |
| 비지배주주지분(연결) | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 자본총계        | 1,573 | 3,703 | 7,624 | 13,078 |

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|               | 2026  | 2027F | 2028F | 2029F   |
|---------------|-------|-------|-------|---------|
| P/E (배)       | 38.8  | 20.4  | 13.5  | 9.7     |
| P/S (배)       | 21.5  | 12.7  | 7.8   | 5.5     |
| P/B (배)       | 29.5  | 14.3  | 6.9   | 4.0     |
| EV/EBITDA (배) | 32.5  | 15.2  | 8.7   | 5.3     |
| EPS           | 4.93  | 10.76 | 16.27 | 22.63   |
| BPS           | 6.47  | 15.37 | 31.64 | 54.26   |
| DPS           | 0.04  | 0.28  | 0.28  | 0.28    |
| 배당성향 (%)      | 0.8   | 2.6   | 1.7   | 1.2     |
| 배당수익률 (%)     | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1     |
| 매출채권회전율 (회)   | 7.0   | 7.5   | 7.4   | 7.4     |
| 재고자산회전율 (회)   | 13.7  | 13.5  | 13.4  | 13.2    |
| 매입채무 회전율 (회)  | 7.2   | 7.4   | 7.4   | 7.3     |
| ROA (%)       | 75.4  | 75.4  | 56.3  | 45.2    |
| ROE (%)       | 101.5 | 98.3  | 69.2  | 52.7    |
| ROIC (%)      | 203.5 | 237.8 | 268.1 | 290.9   |
| 부채비율 (배)      | 31.5  | 29.8  | 19.7  | 14.8    |
| 유동비율 (배)      | 390.5 | 606.4 | 846.7 | 1,068.6 |
| 순차입금/자기자본 (배) | -34.4 | -56.5 | -71.6 | -78.6   |

자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.